

学校编码: 10384

分类号: _____ 密级: _____

学 号: X0015106

UDC _____

学 位 论 文

福耀玻璃工业集团股份有限公司 投资价值分析报告

Analytical report on the investment value of Fu Yao
Glass Stock Company

邓 杰

指导教师姓名: 李常青 副教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 工商管理 (MBA)

论文提交日期: 2004 年 月

论文答辩日期: 2004 年 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2004 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2004 年 月

福耀玻璃工业集团股份有限公司投资价值分析报告

邓杰

指导教师：李常青 副教授

厦门大学

论 文 摘 要

中国证券市场经过 12 年的发展,随着机构投资者的壮大以及资本市场的日益开放,同国际证券市场接轨是大势所趋,股市中价值投资正越来越获得市场的认同。股票内在价值的计算是价值投资的基础,也是证券业的一个重要研究课题。本文选取福耀玻璃集团股份有限公司进行内在价值研究和分析。考虑到福耀公司生产的汽车玻璃同汽车工业发展高度相关,该文对汽车工业发展状况也进行了分析,全文共分四章,各章主要内容如下:

第一章:汽车工业分析。对我国汽车工业的现状进行分析,同时对汽车工业发展趋势进行预测。

第二章:汽车玻璃行业分析。先分析该行业国际市场发展趋势及目前国内市场竞争状况,后阐明加入 WTO 及反倾销事件对行业和公司的影响。

第三章:公司分析。首先对福耀玻璃集团股份有限公司的情况进行介绍,接着着重从公司发展战略和财务分析两个角度剖析福耀公司,最后得出了福耀玻璃的总体经营状况。

第四章:公司的内在价值分析。通过对福耀玻璃的现金流量的预测和资本成本的计算,运用现金流量模型得出福耀玻璃的内在价值,并对投资者提出建议。

关键词: 福耀玻璃; 现金流量; 内在价值。

Abstract

Through twelve-year development of the stock market in china and as organizational investors are growing and necessity connecting with international stock market, value investment in the stock market is obtaining the approval in the market. While the count of inner value in the stock is the basis of rational investment, also is an important research subject in the stock. The inner value is studied and analysed of Fu Yao glass group stock company Ltd. Thinking over automobile glass produced by the company highly connecting with developing automobile industry, the paper is also analysed on developing condition of automobile industry, the whole paper can be divided into four sections, As follows:

Chapter1: The analysis laid emphasis on present situation and developmental trend of automobile industry.

Chapter 2: First I analysed the developmental trend in industrial market and competitive conditions in the market at present, then expounded the effects of taking part in WTO and anti-dumping on the industry and the company.

Chapter 3: Firstly, I introduced Fu yao glass Company, then I Laid emphasis to analyse Fu yao Company from two angles of developmental strategy and analysis of financial affairs and finally concluded the overall administrative conditions of Fu yao glass Company.

Chapter4: Through the prediction of cash flow of Fu Yao Glass and the count of capital costs, I obtained the inner value of Fu yao Glass using cash flow model and put forward a proposal to investors.

Key Words: Fu yao Glass cash flow internal value

目 录

引 言	1
第一章 我国汽车工业的发展现状及趋势	2
第一节 我国汽车工业的发展现状	2
一、汽车产业初具规模，国产中低挡汽车是主力军	2
二、汽车工业存在的主要问题	2
三、汽车工业将是扩大内需、支持未来经济增长的重要力量	3
第二节 我国汽车工业的发展趋势	4
一、整车制造商的发展趋势	4
二、零部件供应商的发展趋势	5
第二章 汽车玻璃行业分析	8
第一节 国际市场发展趋势	8
一、使用范围更加广泛	8
二、技术要求越来越高	8
三、市场竞争日趋激烈	8
四、产业向发展中国家转移的趋势	9
第二节 国内市场状况	9
一、政策背景	9
二、汽车玻璃产销现状及发展动态	10
三、福耀玻璃所处的行业地位	11
第三节 加入WTO和反倾销事件的影响	12
一、加入WTO的影响	12
二、反倾销事件的影响	17
第三章 “福耀玻璃”公司分析	19
第一节 福耀玻璃工业集团股份有限公司背景介绍	19
一、福耀玻璃工业集团股份有限公司的沿革	19
二、福耀玻璃工业集团股份有限公司的现状	19

第二节 福耀玻璃工业集团股份有限公司发展战略分析	21
一、福耀玻璃工业集团股份有限公司的SWOT分析	21
二、福耀玻璃工业集团公司的战略选择	24
第三节 福耀玻璃工业集团股份有限公司的财务分析	25
一、福耀玻璃工业集团股份有限公司会计质量分析	25
二、利用杜邦财务分析体系分析福耀玻璃财务状况	29
三、福耀玻璃工业集团股份有限公司现金流量分析	36
四、福耀玻璃利润表和资产负债表结构分析与趋势分析	39
五、福耀玻璃综合财务评价	42
第四章 福耀玻璃的内在价值分析	44
第一节 福耀玻璃现金流量的预测	44
一、公司的发展趋势	44
二、现金流量预测情况	45
第二节 福耀玻璃资本成本的计算	48
第三节 福耀玻璃的内在价值计算及敏感性分析	50
一、内在价值计算	50
二、主要因素敏感性分析	51
三、自由现金流量折现模型应用体会	52
第四节 福耀玻璃的投资风险及建议	53
一、投资风险	53
二、投资建议	54
主要参考文献	55

引 言

本人在从事证券投资的过程中,深深感受到证券市场的无穷魅力以及证券市场发展的日新月异。股票的内在价值是投资者关心的主要问题,这促使本人在这一方面进行探索。福耀玻璃工业集团股份有限公司(简称福耀玻璃)因自 2001 年以来连续几年被中国证券报评定为最具投资价值上市公司的前 100 名,高速的成长历程吸引了不少人从不同的角度分析和研究它的成功之路,包括许多证券分析人士。本文运用在攻读 MBA 期间学到的理论知识通过财务报表分析和证券估值的角度评价福耀玻璃工业集团股份有限公司是否具有投资价值,希望能给投资者提供一些思路和参考。

由于获取跨国玻璃企业完整的财务数据存在一定难度,再加上其他因素的限制。因此本文仅选取了三家国内玻璃上市公司:耀华玻璃股份有限公司、耀皮玻璃股份有限公司和洛阳玻璃股份有限公司,作为分析比较对象。

本文在资料收集以及写作过程中承蒙李常青老师的悉心指导和关心,并提出了许多宝贵意见。借此机会向李常青老师以及在三年学习中对我们辛勤教导的厦门大学各位老师和社会上关心我的各界人士表示衷心的感谢。

第一章 我国汽车工业的发展现状及趋势

随着我国经济的持续发展，人民生活水平的逐步提高，曾经是生活奢侈品的“汽车”，也走入了寻常百姓家，正是这种消费层次的提升促进了我国汽车工业的发展。

第一节 我国汽车工业的发展现状

一、汽车产业初具规模，国产中低挡汽车是主力军

20 世纪 90 年代以来，我国汽车产量实现两次突破，第一次是 1992 年突破百万辆大关。到了 1999 年和 2000 年，汽车产量出现第二次突破，即 2000 年跨过 200 万辆。而据国务院发展研究中心产业经济研究部资料显示，2003 年中国共生产汽车 444 万辆，销售汽车 437 万辆，较 2002 年同期分别增长 36.6%和 34.5%。其中轿车产销分别为 201 万辆和 197 万辆，同比增长 84.4%和 80.7%。汽车行业产销势头增长迅猛^①。

当前，我国汽车工业已经形成了比较完整的产品系列和生产布局，建成了第一汽车集团、东风汽车集团、上海汽车工业(集团)公司等大型企业。

但我国现阶段居民平均收入水平还较低，因而中档、低档汽车的销售占了全部汽车销售量的 80%以上。

二、汽车工业存在的主要问题

1. 厂商开发能力弱，制约了新产品的发展。我国汽车生产企业规模小、

^① 福耀玻璃工业集团股份有限公司 2003 年年报,P17

实力不强，汽车新产品开发投入少，手段落后，数据积累少，人才匮乏，尚未形成高水平的汽车产品开发体系和自主开发能力。

2. 零部件发展仍然落后，具有国际竞争力的产品少。目前，汽车零部件工业的投资力度仍然不足，占整个汽车工业总投资的比例不到 30%。地方、部门、企业自成体系，投资分散重复，没有形成有较强竞争力的大型骨干零部件企业，也未形成按专业化分工、分层次合理配套的产业结构，难以体现规模效益。零部件工业总体水平仍然不高，缺少具有国际竞争力的产品。

3. 重复建设严重，散乱局面未得到根本改变。近几年，全国共有几千家汽车厂商，其中整车企业 190 家，改装车企业 292 家，汽车及摩托车零部件和配件厂 3900 家。2003 年的数据显示，在全国 100 余家汽车企业(集团)中，年产量超过 50 万辆的只有 2 家，超过 10 万辆的只有 8 家。^①目前不顾客观条件，盲目新建汽车项目的势头仍然存在，使有限的资源得不到有效利用。

三、汽车工业将是扩大内需、支持未来经济增长的重要力量

汽车工业是产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集的重要产业。发达国家经济增长的历史表明，当一个国家人均收入达到 1000 美元后，都会进入一个依赖轿车进入家庭，因而拉动经济增长的阶段。同时，围绕汽车的相关服务业也将得到迅速发展。发达国家的经验表明，汽车工业每增值 1 元，会给上游产业带来 0.65 元的增值，给下游产业带来 2.63 元的增值。^②

目前，我国加快发展汽车工业的条件已基本成熟。从需求角度看，“十五”规划要求交通运输业以更快的速度增长，这将对载货汽车的发展提出巨大的需求；同时，轿车逐步进入家庭消费，市场需求更大，持续时间更长。2003 年我国人均国民生产总值达到八千多元，并保持平稳增长的势头，已

^①罗萍：“2003 年全国汽车市场数据分析”，《世界汽车》杂志，2004 年第 3 期，P18-25

^②罗萍：“2003 年全国汽车市场数据分析”，《世界汽车》杂志，2004 年第 3 期，P18-25

达到轿车进入家庭的起步阶段。当前汽车需求正处于快速增长的初期，其中家用轿车需求增长的前景十分广阔。

从供给角度看，我国冶金、石油、化工等工业的发展已经为汽车工业大发展奠定了物质基础，公路网建设的高速发展也为汽车工业的发展创造了良好的外部条件。

第二节 我国汽车工业的发展趋势

经历了十几年的艰苦谈判，2001年12月11日，中国正式加入WTO。而对于加入WTO后中国汽车工业的发展前景，各方都给予了特别的关注。据罗兰·贝格国际管理咨询公司一份研究报告^①：对中国加入WTO后汽车工业发展趋势做了预测。

一、整车制造商的发展趋势

1. 地方保护依然存在

虽然加入WTO后，中国将在2006年以前逐渐下调汽车进口关税，同时取消进口配额及国产化要求等非关税保护措施，但是从历史发展和其他成员国的发展经验来看，加入世贸组织只是一道门槛，而贸易保护主义的减退则是一个渐进的持续的过程，在相当程度上还受到本国及全球经济的影响。即使关税的下调实现了，其他非关税的限制仍将存在。

2. 轿车市场容量

近年来，中国轿车市场一直呈现良好的发展势头。国内主要车型的汽车私人购买比例不断攀升。根据国内经济发展水平及国家已出台和将出台的一些鼓励私人购车的政策，轿车市场销量将获得迅速发展。

^① “中国加入WTO后汽车工业将走向十大发展趋势”，《企业研究》，2002年第2期，P22-32

3. 产能过剩问题必将导致轿车价格下降

尽管中国汽车工业的生产能力总利用率低于 50%，但 5 年内仍有 40 万辆产能的扩充计划，而目前轿车价格比国外同类产品高出许多，这种情况必然导致轿车价格持续下降。此后整个行业将经历一场大规模整合，持续降价必然进一步加大小规模整车制造商的压力”。

4. 整车制造商的“入世”准备

目前，先进入中国的国际汽车制造商已开始利用其先进入的优势，在逐步形成高中低档产品系列的同时，还向市场销售环节和供应采购环节渗透，从以产品为中心向以品牌为中心转移。新进入者则正在通过不同的方式加紧制定进入中国的计划。

5. 整车制造商的兼并重组

纵览世界汽车工业的风云变幻，可以发现重组、联合是其最重要的特征，全球独立整车制造商的数目已由 1964 年的 52 家减少到 2000 年的 10 家；而中国差不多称得上是世界上汽车工业最分散的国家，仅整车生产企业就有 120 多家。

不过，中国汽车工业的发展必定也要遵循世界汽车发展的规律。

预计，“2010 年后，中国轿车市场将由 3~4 家全系列和 1~2 家针对细分市场的制造商所主导”。

二、零部件供应商的发展趋势

1. 零部件供应商数量

目前国内近 70%的零部件供应商相对或明显缺乏国际竞争力，特别是一些技术含量高的关键模块或系统；30%的零部件供应商具有相当的国际竞争力，但多属于劳动力密集型和原材料密集型。

“入世”后中国零部件供应体系将分化成 3 个清晰的层次，即系统或模

块集成商（一级）、围绕第一级的组件供应商及零件供应商（即二级和三级供应商）。其中，外资零部件供应商很可能会主导第一级和第二级产品，并逐步进入服务市场及出口市场；而中资零部件供应商则主导第三级和部分第二级产品，覆盖整车配套、售后服务和出口售后市场。

这种趋势必然导致一场大规模重组。“到 2010 年，经过大规模整合的中国零部件供应商的整体数量将减少 70%，最后形成 20~30 家一级供应商、250~350 家二级供应商和 1250~1500 家三级供应商。”

2. 政府及整车制造商对供应商的支持

据预测，中国零部件市场将以年均 10% 左右的速度持续增长，但整个零部件工业与国际水平相比，显得比较分散。

为应对“入世”后所面临的严峻挑战和激烈竞争，中国政府及整车制造商应主动帮助解决零部件供应商的 4 个主要问题，即价格、规模、质量及研发”，以进一步提升中国零部件工业的整体竞争力。

3. 中资零部件供应商的发展

目前国有企业均表示，愿意与适合的国外伙伴成立合资公司。通过合资的形式，可以追赶前沿技术，同时可以进入全球采购网络并取得规模效益。

对于中资零部件供应商，“入世”后的发展道路除了与国外企业联盟之外，还应重点致力于生产有竞争力的关键零部件，并努力开拓新市场包括出口市场，以取得生产的规模化。“中资零部件供应商应利用低成本优势努力进入整车制造商的全球采购网络”。

4. 外资零部件供应商的策略

“入世”后，中国将取消国产化比例的要求，减少对外商投资领域和持股比例的限制以及推行更加严格的知识产权保护等，这些措施将使外资零部件供应商获得更多的商机。为营造全球竞争力，外资零部件供应商将重新评估其在中国的投资，他们将从市场吸引力、关税差别、劳动力成本、转移成

本、物流成本和环保法规等方面综合评价在中国生产的优势，并将与国际先进水平作基准比较，以确定和调整在中国地区的发展战略。

“外资零部件供应商将立足于全球市场，从战略上进一步界定其在中国的业务发展”。中国会逐步转变成全球零部件工业的生产基地。

5. 电子商务在零部件工业中的应用

3~5 年内，通过整车厂和供应商联网，提高运作的速度和程序处理的透明度，中国的电子商务必将在改善流程方面担当重要角色。5 年之后，零部件供应商将完全被整合进整车厂的运营中去，整个价值链将更加透明。电子商务将从仅仅作为新的营销工具逐步升级为新的营销渠道、新的内部管理效率驱动器直至新的商业模式。

第二章 汽车玻璃行业分析

汽车玻璃是汽车的重要组成部分，由于它又是属于易碎品、技术含量高、更新周期短，存在着巨大的发展空间与商机。

第一节 国际发展趋势

一、使用范围更加广泛

随着汽车外型向流线型发展，加上配置天窗的比率提高，汽车玻璃的使用面积近年来一直不断扩大。据统计，目前在国际市场上，每辆汽车所用的玻璃已经从 60 年代的 2 平方米左右提高到现在 4 平方米左右，用量增加了将近一倍，而且有进一步增加的趋势。

二、技术要求越来越高

随着汽车玻璃的运用更加广泛，玻璃已成为车身系统的重要组合件，更趋向安全、节能和智能化，因而对汽车玻璃供应商的技术要求越来越高。

三、市场竞争日趋激烈

受经济增长水平和市场容量的制约，国际汽车工业的增长速度早已放缓，这也牵制了汽车玻璃工业的发展速度。为降低成本，提高产品竞争力，国际汽车工业广泛采用零部件全球采购、系统开发、模块化供货等方式，这使得新车型的开发费用和工作量部分地转嫁到汽车玻璃生产商身上。在这种上下游紧密合作的模式下，汽车生产商对汽车玻璃的需求趋于集中，由此导

致市场竞争越来越激烈。

四、产业向发展中国家转移的趋势

近年来随着新经济的发展以及本土劳动力成本的上升，欧美等发达国家的汽车玻璃工业正面临调整。为了有效降低成本，提高产品在国际市场的竞争力，行业内的跨国公司开始逐步把汽车玻璃产业从发达国家向外转移，特别是向一些市场增长潜力较大且劳动力成本较低的发展中国家转移。

第二节 国内市场状况

一、政策背景

1. 产业政策

汽车玻璃制造业既属于玻璃深加工工业，又属于汽车零部件制造工业，其技术含量高，被国家计委和经贸委列入 2000 年修订的《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》。我国《汽车工业十五规划》指出，国家鼓励优强零部件企业自主发展，不断增强竞争能力；要对为多种车型配套，面向两个市场的汽车零部件项目给予财政贴息的支持；并鼓励和支持具有比较优势的骨干企业参与国际分工，扩大产品出口。此外，我国《建材工业十五规划》也指出，未来我国要积极发展玻璃深加工产品，提高深加工玻璃在玻璃产品中的比重，为此，将坚决扶持那些有国际竞争力的科工贸一体化的大公司和企业集团的发展。

2. 产品认证制度

2001 年 12 月底，国家质量监督检验检疫总局和国家认证认可监督管理委员会（CNCA）发布了《第一批实施强制性产品认证的产品目录》，该目录涉及汽车安全玻璃、建筑安全玻璃、铁道车辆安全玻璃。该公告同时规定：

“对于列入目录内的商品,从 2002 年 5 月 1 日起受理安全认证申请,自 2003 年 5 月 1 日起,未获得强制性产品认证证书和未施加中国强制性产品认证标志的产品不得出厂、进口、销售。”这项制度实施的目的是迫使那些质量不合格的玻璃产品最终退出市场,而对于产品质量较好的行业骨干企业来说,这将有利于其进一步拓展市场。

3. 财税政策

财政部规定属于国家火炬计划高新技术企业和外商投资企业,将享有相应的税收优惠和税收减免政策。同时,依据国家“十五”汽车零配件工业发展指导方针,只要公司产品为多种车型配套,同时面向国内外两个市场销售,将能享受到一定的财政贴息政策支持。

二、汽车玻璃产销现状及发展动态

1. 美国汽车玻璃市场借鉴

美国的汽车玻璃零配市场是国际大环境中的一个典范。它的今天,就是我们发展到明天的参照系。了解美国汽车玻璃维修市场的现状,对我国汽车玻璃零配行业的发展有很大的借鉴作用。汽车玻璃行业的兴衰离不开汽车保有量和年产量这二个因素。按美国平均 1.5 人有 1 辆轿车计,加上轻型货车和其它种类车辆,美国的汽车保有量会接近 2 亿辆。1999 年美国的汽车产量是 1301.88 万辆。考虑到美国的道路条件好,风挡玻璃的破损率为汽车保有量的 4.2-4.5%计,则每年约有 900 万片风挡玻璃的市场需求。加上数目惊人的边窗和后挡需求,汽车玻璃用量十分巨大。这些基本数据,决定了美国零配汽车玻璃(AFTERMARKET)是一个十分诱人且利润可观的庞大产业。

2. 我国汽车玻璃产销现状及发展动态

从上世纪 80 年代末开始,我国对汽车的需求量一直以高于经济增长率

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库